

跟踪评级公告

联合[2014]1280 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国中纺集团公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“12 中纺 MTN1” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国中纺集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 中纺 MTN1	6 亿元	2012/7/12-2015/7/12	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 18 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.44	32.97	34.82	37.16
资产总额(亿元)	186.12	273.32	268.39	269.87
所有者权益合计(亿元)	54.48	80.11	83.11	83.35
短期债务(亿元)	51.44	76.02	68.41	79.64
全部债务(亿元)	89.12	114.45	107.10	114.21
营业收入(亿元)	348.35	444.68	467.82	131.54
利润总额(亿元)	5.35	8.16	7.01	1.19
EBITDA(亿元)	12.53	16.89	15.93	--
经营性净现金流(亿元)	9.72	15.92	22.49	-4.17
营业利润率(%)	4.20	3.66	3.22	1.68
净资产收益率(%)	7.03	8.28	5.99	--
资产负债率(%)	70.73	70.69	69.03	69.12
全部债务资本化比率(%)	62.06	58.82	56.31	57.81
流动比率(%)	139.40	129.15	134.65	128.98
全部债务/EBITDA(倍)	7.11	6.77	6.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.83	3.56	3.86	--
经营现金流负债比(%)	10.44	10.46	15.63	--

注: 1. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

注: 2. 2012-2013 年短期债务包括其他流动负债。

分析师

王叶笛 仲大伟
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中国中纺集团公司 (以下简称“中纺集团”或“公司”) 作为中国最大的棉花贸易商、领先的大豆贸易加工商和羊毛贸易商, 继续保持其领先的行业地位, 同时, 作为四家中央直属粮食企业之一, 公司在经营规模方面优势明显。此外, 联合资信也关注到中国油脂油料加工行业产能过剩、原料价格内外倒挂, 债务水平偏高, 盈利能力减弱等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

长期来看, 按照中长期战略发展规划, 公司向以贸易为基础, 同时具有较强生产加工能力、上下游延伸衔接的生产供应商转型, 有助于提升公司抗风险能力和行业竞争力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持中纺集团 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 中纺 MTN1” AA⁺ 的信用级别。

优势

1. 公司是四家中央直属粮食企业之一, 是中国最大的棉花贸易商、领先的大豆加工贸易商和羊毛贸易商, 在经营规模、行业地位等方面优势明显。
2. 公司经营历史悠久, 行业经验丰富, 营业收入保持稳步增长。
3. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对存续期内中期票据保护能力强。

关注

1. 近年来, 中国油脂油料加工行业产能过剩、原料价格国内外倒挂, 对公司经营产生了一定的不利影响。
2. 公司盈利能力受贸易品种价格波动影响加大, 风险转嫁能力较弱, 且近年公司整体盈利能力减弱, 利润水平对非经营性收益依赖度高, 具有一定不确定性。

3. 公司收入规模占比大的油脂油料业务相关子公司净资产规模小，且 2013 年油脂公司净资产为负。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国中纺集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国中纺集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国中纺集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国中纺集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中纺集团公司主体长期信用及存续期内相关债券“12 中纺 MTN1”进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国中纺集团公司（原中国纺织品进出口总公司，2005 年更名为中国中纺集团公司）（以下简称“中纺集团”或“公司”）成立于 1951 年 11 月，经中华人民共和国工商行政管理总局批准并取得营业执照。公司是四家中央直属粮食企业之一，隶属于国务院国有资产监督管理委员会。公司实收资本全部由国家资本组成。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 42178.40 万元（其中包括于 2007 年退出合并范围的河南棉花公司注册资本 1504.70 万元，由于变动金额未达到中华人民共和国工商行政管理总局变更要求，注册资本尚未变更）。

2012 年 6 月，公司通过配发新股（4.09 亿新股，每股 1.25 港元），投资 5.11 亿港元，成为香港上市公司福田实业（集团）有限公司（以下简称“福田实业”）最大单一股东（截至 2013 年底公司持股 35%），并对其拥有实际控制权。福田实业是世界最大的圆筒针织面料生产商之一，提供针织、染色、印花及整理等高度垂直的综合服务，向超过 40 个国家的成衣制造商提供面料，产品包括运动服、休闲服、睡衣和内衣等众多国际知名零售商的品牌成衣。

公司主业经营范围包括纺织原料、纺织品、油料贸易及物流相关产品研发及生产。

截至 2014 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 26 家。目前公司下设战略发展部、财务部、人力资源部、办公室、审计部、信息部、风控部、资产管理部、党群工作部、法律部等 10 个职能部门，以及风险管理委员会、投资管理委员会、薪酬绩效管理委员会等 3 个专业委员会。截至 2014 年 3 月底，公司拥有员工 6926 人。

截至 2013 年底，公司资产总额 268.39 亿元，所有者权益合计 83.11 亿元（含少数股东权益 18.77 亿元）；2013 年公司实现营业收入 467.82 亿元，利润总额 7.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 269.87 亿元，所有者权益合计 83.35 亿元（含少数股东权益 18.77 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 131.54 亿元，利润总额 1.19 亿元。公司地址：北京东城区建国门内大街 19 号中纺大厦；法定代表人：赵博雅。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润

总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 月末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22

日,发改委下发了发改办财经[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持

续健康稳定发展。

四、行业环境分析

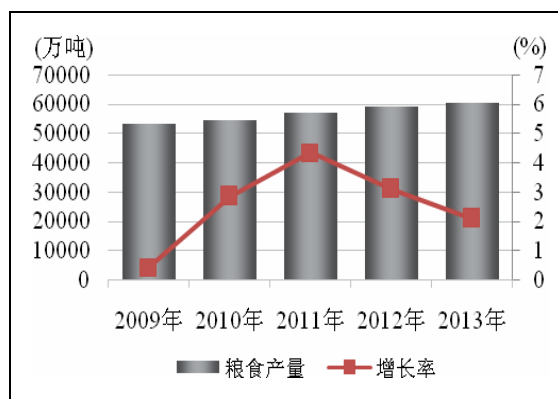
目前,公司已形成较稳定的主营业务板块:油料油脂和纺织,其中油料油脂业务板块包括大豆进口、加工与销售、油脂贸易与精炼,以及其他油料产品贸易与生产;纺织业务板块包括棉花、羊毛与化纤贸易、纺织生产、成衣生产与出口贸易、面料与家纺出口贸易。

1. 粮食产业

(1) 行业概况

农业是中国国民经济的基础,也是社会稳定的基础。中国作为一个发展中国家和人口大国,粮食问题关系到国计民生和社会稳定。2004~2013年以来,中国粮食产量实现连续十年增产,其中2008~2013年连续6年稳定在6亿吨以上,主要是受粮食播种面积不断扩大和单产量持续提高等影响。据国家统计局对全国31个省(区、市)农业生产经营户的抽样调查和农业生产经营单位的全面统计,2013年全国粮食播种面积为11195.1万公顷,增长0.7%;2013年全国粮食总产量60193.5万吨,比2012年增加1235.6万吨,增长2.1%,全国粮食总产量首次突破60000万吨大关。

图2 2009~2013年中国粮食总产量



数据来源: 国家统计局

从粮食品种结构看,中国粮食一直处于紧平衡状态。分品种看,玉米产需基本平衡,小麦、水稻供求偏紧,大豆存在较大缺口,国内

粮食已处于紧平衡状态，粮食品种结构不平衡的矛盾突出，粮食外贸（进出口）成为缓解平衡中国粮食结构矛盾的重要手段。

从粮食产销区域看，中国粮食作物主要生长在北方，产销两区市场割裂问题较为严重，加之粮食具有季节生产性，存在粮食周期性需求的矛盾，因此粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。

由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾，加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、运输等多种因素影响，粮食价格波动频繁，从事粮食单边贸易风险较大。因此，从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

（2）主要粮食作物情况

大豆

中国大豆供给进口依赖度高，大豆进口量持续增长

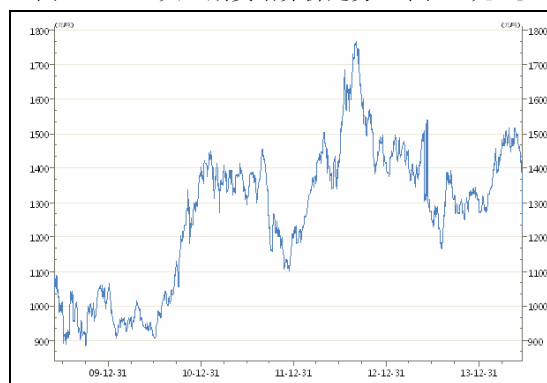
从粮食供求来看，连续多年的粮食增产并未改变中国“丰年缺量”与粮食进口比率不断提高的尴尬局面，粮食外贸成为缓解中国粮食结构矛盾的重要手段。进口的增加意味着国内粮食自给能力的下降，目前中国粮食自给率不足 86%，与官方 95% 的目标相去甚远。从粮食品种结构来看，大豆国内供给存在较大缺口，玉米处于紧平衡状态。

中国大豆供给依赖进口程度高，大豆进口量持续增长，大豆进口主要来源为美国、巴西、阿根廷三国。2008~2012 年，中国大豆进口量逐年递增，且进口均占国内大豆总消费量 70% 以上。2013 年根据海关公布数据显示，中国大豆进口量为 6340 万吨，同比增长 10%，大豆进口量创历史新高，对外依存度超过 80%，中国已成为全球最大大豆购买国。

大豆价格受国际市场影响大，价格大幅波动

由于进口大豆已经占据国内 80% 以上的份额，中国对大豆价格没有控制权，大豆行情受国际市场影响大，价格存在不确定因素多。

图3 CBOT大豆期货结算价走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

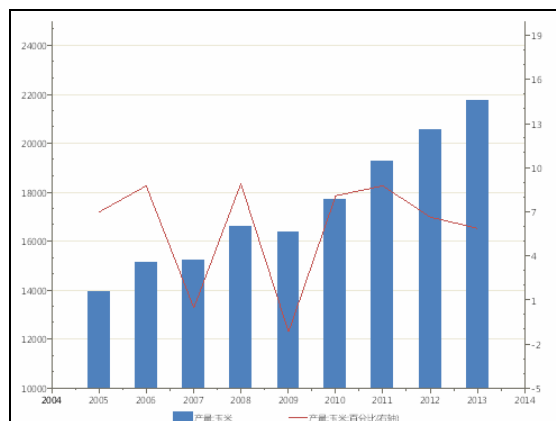
从图 2 可以看出，芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货价格 2009~2010 年呈震荡上扬趋势，2011 年呈波动下降趋势，2012 年呈波动回升趋势，2013 年以来又呈现波动下降趋势。2013 年，黄大豆一号和二号期货价格波动下降，2013 年 12 月 31 日期货结算价格分别为 4434 元/吨和 4295 元/吨。

玉米

玉米产量增长趋缓

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第 2 位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。近几年，玉米产量缓慢增长。2013 年中国玉米产量为 21773.00 万吨，较 2012 年增长 5.89%。目前中国产量维持在历史较高水平，但增速较为平缓。

图4 中国玉米产量情况（单位：万吨，%）



资料来源：wind 资讯

消费需求较大，玉米供给不断增长

近几年，随着玉米消费量不断攀升，中国国内玉米产量不断增长，同时进口量波动下降。

表1 中国玉米供需平衡表

项目	2011 年	2012 年	2013 年
供给			
国内产量（万吨）	16701.00	17482.80	19969.40
进口总量（万吨）	523.00	270.30	380.00
供给量（万吨）	17224.00	17753.10	20349.40
需求			
国内消费量（万吨）	16346.00	16765.00	16702.10
出口量（万吨）	9.10	8.00	8.00
需求量（万吨）	16355.10	16773.00	16710.10
结余量	868.90	980.10	3639.30

资料来源：wind资讯

玉米消费方面，近几年饲料消费和工业消费合计占中国年度玉米需求总量的 90%左右。饲料消费方面，随着人们生活的改善，对肉类消费需求的增多，尽管养殖疫情带来阶段性短期饲料需求的下降，但整体上饲料消费需求逐年增长。

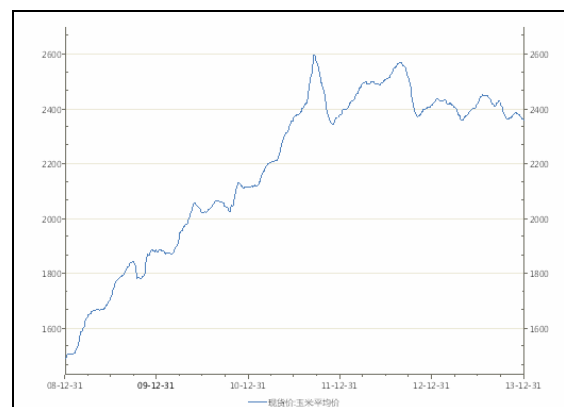
工业消费方面，随着国际油价的高升，玉米工业属性不断加强，加大了玉米工业消费需求。在饲料和工业加工消费需求增多的带动下，中国玉米消费量波动上升。出口量始终维持在较低水平。对玉米而言，未来间接需求的增长将明显快于直接需求，其作为饲料和工业原料的需求将进一步提高。尽管 2013 年国内玉米产量与进口量均较 2012 年有较大提升，但未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，加之土地的有限，玉米产量增长将趋于缓慢，未来饲料与能源需求将驱动玉米需求缺口扩大，进口与价格上涨的情况将继续出现。

玉米价格波动变化

2005~2012 年，中国玉米价格波动上涨，主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。2010 年玉米价格持续在高位区间运行，猪肉价格上涨致使生猪养殖意愿增

强，从而增加了对玉米消费的需求，玉米现货价格和期货价格在 2010 年均突破 2000 元/吨。进入 2011 年，受美国不断下调玉米产量预期、国内生猪补栏增加，以及贵州等地旱情对玉米产量预期的影响，玉米价格持续增长，于 2011 年 9 月达到年内高点，至 2597 元/吨；此后，新粮丰产并逐渐进入市场，玉米价格逐渐回落，2011 年底，玉米现货价格为 2379 元/吨，较 9 月下降 8.39%。进入 2012 年，玉米价格一路上涨，2012 年 9 月份，玉米现货价格达到 2570 元/吨，随后逐渐回落，2012 年底，玉米现货价格为 2412 元/吨。2013 年，玉米现货价格波动趋势较为平缓，且随着产量的增长，价格较 2012 年有所下降，2013 年底为 2359 元/吨。

图 5 中国玉米现货价（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

总体看，随着玉米需求量的不断增长，国内玉米产量不断增加。但未来随着玉米单产量的逐渐放缓，加之土地有限，玉米产量将趋于缓慢，进口与价格上涨的情况将持续，远期玉米价格或将继续高位运行。

2. 油脂加工贸易

（1）行业概况

油料是油脂制取工业的原料，油脂工业通常将含油率高于10%的植物性原料称为油料。国际上普遍使用的油料有大豆（大豆油）、油棕果（棕榈油）、花生（花生油）、向日葵籽（葵花油）等，公司的油料油脂业务涉及的主要是

大豆、毛豆油以及部分棕榈油进口，经营模式为自营贸易进口和油脂加工。

油脂行业主要分工业油脂和食用油脂。食用油脂中又分为植物油脂和动物油脂。作为目前市场主导的植物食用油脂，其主要原料为来自国外的大豆等，所以一般油脂企业分布于沿海地区，比如山东、辽宁、广东、江浙等地。另外，油脂压榨过程产生的豆粕等副产品又在油脂行业旁边形成了一个饲料产业链，支持着养殖等行业的发展。

（2）行业竞争

近年来，国内大豆压榨行业快速发展，2013年中国大豆加工产能达到 1.36 亿吨。由于大豆压榨能力快速提高，到 2004 年中国大豆压榨行业已开始出现产能过剩的问题，尤其是 2004 年国际市场大豆价格大幅波动，导致国内部分大豆压榨油厂经营困难。2005 年以来，外商开始采用收购或控股等低成本方式大规模进入中国大豆压榨行业，部分长期停工停产或面临破产倒闭的油厂被外资兼并或重组。此外，国内大型粮油集团之间重组整合，国有粮油集团公司快速扩张，都使得国内大豆有效压榨能力大幅提高。由于参与重组的大豆压榨企业大多处于沿海地区，几乎全部加工进口大豆，这也是 2005 年以来中国大豆进口量连续攀升的重要原因。

由于中国没有油棕的种植，故国际油料、油脂市场 30% 左右份额的棕榈油几乎都自马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家进口，所以油料、油脂行业动向完全掌控在国外企业手中，国内油脂加工原料长期依赖于国外进口，油料、油脂的行情受国际市场影响大，价格存在的不确定因素多，国内企业的经营风险相对较大。

（3）豆油价格走势

从国内及国际豆油价格来看，近年来随着大豆价格的不断下降，国内大豆压榨能力的逐步提升，国内豆油供应量得到了大幅提升，因而一定程度上抑制了豆油价格。整体看，近年来豆油价格呈现下降趋势。

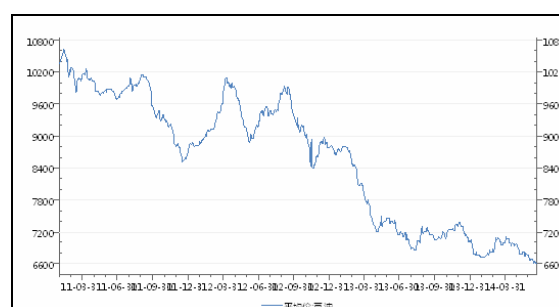
图 6 近三年 CBOT 豆油期货结算价

（单位：美分/磅）



资料来源：wind 资讯

图 7 近三年国内豆油平均价（单位：元/吨）

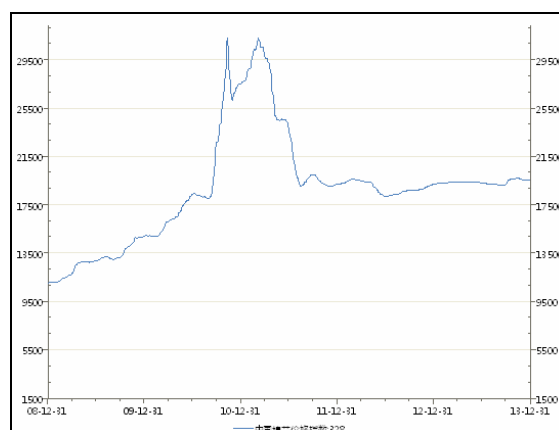


资料来源：wind 资讯

3. 纺织原料贸易

（1）棉花

图 8 2008 年以来棉花 328 价格走势（单位：元/吨）

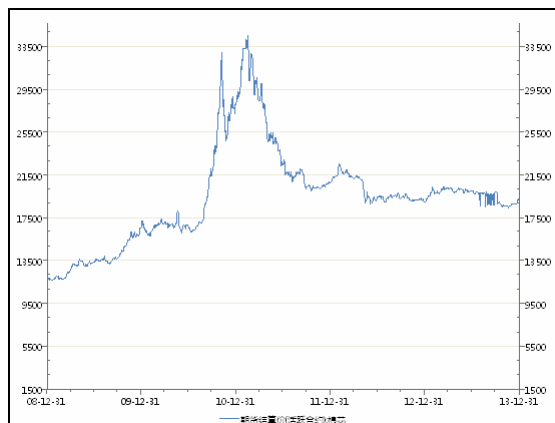


资料来源：wind 资讯

棉花是服装制造企业的三大原料之一，产量多、生产成本低，使棉制品价格比较低廉。棉纤维适于制作各类衣服、家具布和工业用布。中国是棉花产量和播种面积最大的国家，进入 2013 年，国际棉花期货自 2013 年 1 月 11 日开

始一段上涨走势，在其带动作用下，棉花 328 价格同步小幅上涨，4 月 12 日价格上涨至 19387 元/吨。2013 年全年棉花价格相对平稳，2013 年底，中国棉花指数 328 为 19534 元/吨。

图 9 棉花期货结算价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

从需求方面看，中国是纺织品出口大国，棉花的消费量较大，主要从美国、印度、乌兹别克斯坦等国进口棉花。随着中国纺织行业的快速发展，中国棉花进口规模迅速扩大。据海关统计，2013 年全国累计进口棉花 415 万吨，同比下降 19.2%，但仍为历史次高值，全年平均进口价格 2035 美元/吨，同比下跌 11.4%。受内外棉价差（内高外低）较大影响，配额外全关税进口量继续增加，全年达到 66 万吨，同比增长 1 倍。出口量方面，中国棉花出口量极少。

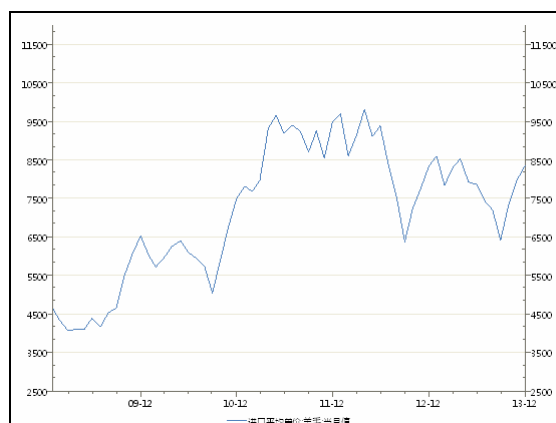
总体看，随着对棉花的需求稳步提升，棉花产需缺口将持续扩大。

（2）羊毛与化纤

2010 年以来，市场受羊毛供应不足的预期影响，羊毛价格持续上涨，2011 年 12 月进口均价上升至 9504.10 美元/吨。在羊毛价格达到高位后，2012 年羊毛市场需求减弱，2012 年 12 月羊毛进口均价回落至 8339.65 美元/吨，2013 年 12 月进口均价为 8352.22 美元/吨，较 2012 年 12 月变化不大。

图 10 羊毛进口平均单价（当月值）

（单位：美元/吨）



资料来源：wind 资讯

据海关信息网统计，2013 年 1~11 月，中国进口羊毛 31.9 万吨，较上年同期同比增长 15.9%；进口价值 25 亿美元，较上年同期同比增长 6.5%。从长期看来，由于世界主要产毛国羊毛产量不断下滑，供应相对偏紧，羊毛价格将呈现上涨趋势。

4. 纺织服装贸易

纺织行业属劳动密集型行业，易受经济周期、贸易政策变化、基础农产品市场等因素影响。进出口方面，根据中国海关统计，2013 年中国纺织品服装累计贸易额 3110.6 亿美元，增长 11.3%，其中，出口 2840.7 亿美元，增长 11.4%，超过年初预期；进口 269.9 亿美元，增长 10.4%，累计顺差 2570.8 亿美元，增长 11.5%。

从发展趋势看，全球经济复苏缓慢，主要经济体国家失业率居高不下，对纺织服装出口增长需谨慎乐观。中国纺织服装全球市场占有率第一（已达到 30% 以上），已经是一个相对饱和的状态，出口方面再继续大幅增长空间较小。另外人民币升值将是长期趋势，贸易摩擦频发将成为常态，这些都不利于行业出口。从中长期看，纺织服装行业将持续受益于居民收入增长与消费升级。在“十二五”规划增加居民收入的推动下，国内巨大的消费市场将是整个行业的支撑。

五、基础素质分析

公司是中央直属企业，是中国最大的棉花贸易商、位居前列的大豆贸易加工商和羊毛贸易商；是中国棉花交易市场发起人之一，澳大利亚羊毛拍卖市场的重要采购商，中国大型成衣出口商之一，在全国纺织企业中名列前茅。2009年11月，经国家发改委、财政部、国家粮食局、中国农业发展银行联合发文，公司被列为4家中央直属粮食企业之一。2013年公司大豆压榨能力居全国前五位；公司在2013年中国企业500强的排名中位列234名；中国对外贸易企业500强中位列第147位；2013年中国服务业企业500强中位列第84位。

总体看，公司在经营规模及行业经验方面优势突出。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度及高层管理人员无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营油脂油料与纺织业务，从以贸易

经营为主，向以贸易为基础，同时具有较强生产加工能力、上下游延伸衔接的生产供应商转型。

2013年公司实现营业收入467.82亿元，同比增长5.20%。从业务构成来看，公司油脂油料业务与纺织业务分别占2013年营业收入总额的66.99%、32.05%。跟踪期内，公司油脂油料业务板块占营业收入比重有所下降，纺织业务板块占比有所上升。

从毛利率来看，2013年公司综合毛利率为3.38%，较2012年略有下降。其中油脂油料业务，公司自2010年投资大豆压榨后，受到产能过剩、价格国内外倒挂影响，其毛利率大幅下滑，从而影响了公司整体毛利率；纺织业务毛利率有所上升，主要为公司优化产品结构，提高高附加值产品比重，带动纺织印染业务毛利率上升。

2014年1~3月，公司实现营业收入131.54亿元，为2013年全年的28.12%，其中油脂油料与纺织业务分别占比57.01%、42.28%。2014年一季度，公司进口大豆全部用于自营压榨业务，无自营直接销售。公司2014年1~3月毛利率为1.79%，较2013年有所下降，主要由于公司油脂油料板块在年初出现亏损所致。

表2 2012~2014年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

业务构成		2012年			2013年			2014年1-3月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纺织	纺织原料	61.90	13.92	6.21	68.30	14.60	6.84	44.10	33.53	3.92
	棉纺	13.94	3.13	10.19	15.26	3.26	9.17	2.89	2.20	7.96
	成衣（含面料家纺）	12.25	2.75	8.65	10.65	2.28	8.45	2.35	1.79	6.38
	纺织印染	33.15	7.45	9.77	55.73	11.91	11.88	6.27	4.77	5.10
	合计	121.24	27.26	7.89	149.93	32.05	9.06	55.61	42.28	4.39
油脂油料	进口大豆	25.79	5.80	2.37	22.79	4.87	1.18	-	-	-
	大豆压榨	130.05	29.25	-1.91	94.96	20.30	-0.07	16.23	12.34	3.20
	毛豆油	21.71	4.88	1.98	21.30	4.55	-6.10	4.72	3.59	0.21
	棕榈油	25.31	5.69	1.19	31.70	6.78	2.15	8.61	6.55	0.93
	玉米	48.46	10.90	3.65	69.58	14.87	0.00	30.59	23.26	-3.73
	菜籽油	45.50	10.23	1.96	45.29	9.68	0.09	8.83	6.71	-0.91
	其他	23.59	5.30	15.30	27.78	5.94	3.85	6.01	4.57	2.50

	合计	320.41	72.05	1.60	313.41	66.99	0.22	74.99	57.01	-0.61
非主业		3.03	0.68	73.88	4.48	0.96	34.38	0.94	0.71	40.43
合计		444.68	100.00	3.80	467.82	100.00	3.38	131.54	100.00	1.79

资料来源：公司提供

*注：纺织印染业务于 2012 年 6 月起纳入公司合并报表范围

2. 油脂油料业务

公司油脂油料业务主要由中纺粮油进出口有限责任公司（以下简称“粮油公司”）和中纺油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）经营。2013 年，公司油脂油料业务实现营业收入 313.41 亿元，同比下降 2.18%；毛利率为 0.22%，较 2012 年 1.38 个百分点，主要是受产能过剩、价格国内外倒挂所致。

①粮油公司

业务概况

粮油公司成立于 2002 年，注册资本 39000 万元，主要从事大豆进口和油料压榨业务，辅以少量豆油和棕榈油进口以及大豆、玉米内贸业务。目前，粮油公司拥有油料压榨能力年产 750 万吨，油脂精炼和分提炼 190 万吨的生产能力。

截至 2013 年底，粮油公司资产总额 84.95 亿元，所有者权益合计 5.38 亿元；2013 年实现营业收入 204.40 亿元，实现净利润 9522.68 万元。截至 2014 年 3 月底，该公司总资产 92.65 亿元，所有者权益 5.76 亿元，实现营业收入 49.02 亿元，实现净利润 0.40 亿元。

粮油进口

粮油公司以进口大豆为主，主要进口地区为美国、巴西等国家，同时兼营进口菜籽、豆油、棕榈油等产品。2013 年粮油公司进口大豆合计 290 万吨，受国内采购增多影响，较 2012 年同比下降 30.30%，其中用于自营大豆压榨 230 万吨，用于自营直接销售的有 60 万吨¹；同期粮油公司年压榨能力为 750 万吨，较 2012 年无变化。2014 年一季度，粮油公司进口大豆量为 50

万吨，全部用于自营压榨。

粮油内贸

从内贸情况来看，粮油公司内贸业务以大豆和玉米为主。跟踪期内，粮油公司对市场形势看好，2013 年粮食收购量为 150 万吨，较 2012 年同比增长 51.00%，主要收购地区为中国东北地区 and 山东地区。

②油脂公司

油脂公司成立于 2007 年，注册资本 10000 万元，主要从事粮食收购、原粮及食用油的销售。截至 2013 年底，油脂公司资产总额 48.28 亿元，所有者权益 -1.18 亿元；2013 年实现营业收入 109.00 亿元，实现净利润 -2.94 亿元。截至 2014 年 3 月底，油脂公司资产总额 53.66 亿元，所有者权益 -2.14 亿元，2014 年一季度实现营业收入 25.96 亿元，实现净利润 -0.63 亿元。

油脂公司内贸以玉米和豆油为主。2013 年收购玉米 220 万吨。从玉米收购环节来看，主要收购地区为中国东北和河北省地区。公司玉米主要供给饲料企业、南方玉米深加工企业以及南方储备轮换用粮，分布在广州、深圳等南方城市。2013 年油脂公司收购豆油合计 31 万吨，较 2012 年变大不大。

2014 年 1~3 月，受市场环境的影响，公司油脂油料业务综合毛利率进一步下降，为 -0.62%。从分产品毛利率来看，除大豆压榨与毛豆油业务毛利率有所上升外，其余业务板块毛利率均有所下降。

3. 纺织业务

公司纺织业务主要由下属 5 家全资二级子公司负责经营。纺织原料板块由中纺棉花进出口公司（以下简称“棉花公司”）和中纺原料国际贸易公司（以下简称“原料公司”）经营；棉

¹自营业务包括自营直接销售和自营大豆压榨，报告中中将自营直接销售收入计入进口大豆业务，将大豆压榨后的大豆油和豆粕销售收入计入压榨业务。

纺板块由中纺工贸有限责任公司(以下简称“工贸公司”)经营;成衣板块由中纺国际服装有限公司(以下简称“国际公司”)和中纺东方贸易进出口公司(以下简称“东方公司”)经营。

纺织原料业务

公司纺织原料业务主要经营棉花贸易、羊毛贸易和化纤贸易。棉花贸易的经营主体为棉花公司,羊毛贸易和化纤贸易的经营主体为原料公司。

①棉花公司

业务概况

棉花公司成立于1987年,注册资本3100.30万元,主要从事棉花进口、出口和内贸业务。2002年至今,棉花公司外贸业务全部为进口业务,其中90%为自营贸易。截至2013年底,棉花公司资产总额19.18亿元,所有者权益合计0.81亿元;2014年实现营业收入20.85亿元,实现净利润0.23亿元。截至2014年3月底,棉花公司资产总额13.76亿元,所有者权益合计0.95亿元,2014年一季度实现营业收入10.28亿元,实现净利润0.14亿元。

棉花进口

棉花进口业务全部是配额项下进口,每年需要根据国家政策确定配额数量,近几年配额变动较大。2013年,棉花公司进口棉花13.81万吨,实现进口收入21.72亿元。棉花主要进口地区为美国、乌兹别克斯坦、非洲西部、澳大利亚等。

棉花内贸

棉花内贸业务属于充分竞争行业,且国内棉花初级加工能力略有过剩。2012年,棉花公司未参加国内收储,导致棉花内贸经销量下降幅度较大。2013年,棉花公司内贸恢复到往年正常水平,内贸经销量由2012年的2.04万吨增长到14.97万吨,实现收入26.93亿元,同比增长578.34%。

②原料公司

原料公司成立于1984年,注册资本4097万元,主要从事羊毛、化纤、黏胶等进口、加

工和销售业务。原料公司经营的澳毛和乌拉圭毛业务规模连续多年居行业领先地位。截至2013年底,原料公司资产总额2.49亿元,所有者权益合计1.20亿元;2013年实现营业收入5.37亿元,净利润58.5万元;2014年3月底资产总额2.46亿元,所有者权益1.23亿元,实现营业收入1.03亿元、净利润275.87万元。

2013年,羊毛和化纤进口业务占原料公司主营业务收入比重分别为43%和8%。羊毛进口业务方面,原料公司主要从澳大利亚、乌拉圭、新西兰等国进口羊毛,销往江浙、河北等地区。2013年,原料公司销售进口羊毛2.05万吨,同比下降11.26%,实现销售额为9.60亿元,同比下降8.08%,主要由于2013年进口羊毛市场延续了上一年的市场需求疲软,导致进口羊毛单价走低,销售量减少。化纤业务方面,2013年原料公司销售化纤1.18万吨,同比增长32.97%,主要是由于2013年原料公司新增销售乙内酰胺。

棉纺业务

公司棉纺业务主要从事棉纱和胚布的生产销售,辅以少量出口业务,经营主体为下属全资子公司工贸公司。工贸公司成立于1997年,通过控股收购和新建,2013年底棉纺加工生产能力为纱锭50.80万锭,生产纱线4.20万吨/年,较上年变化不大;生产胚布4450万米,同比增长47.45%。2013年工贸公司实现营业收入15.26亿元,同比增长9.47%;利润总额-988万元,受原料成本大幅上涨等因素影响,较2012年减少1678万元。2014年一季度,工贸公司实现营业收入2.89亿元,为2013年全年的18.94%。

成衣业务

公司成衣业务主要从事服装、面料、家纺成品的出口业务,2013年服装出口业务占成衣业务销售收入的60%以上,经营主体主要包括下属全资子公司国际公司和东方公司。公司成衣业务现有服装加工企业6家,拥有1000万件/套成衣年生产能力。公司服装出口主要集中在欧美、俄罗斯、日本等地区;家纺产品出口主

要集中在加拿大；面料出口主要是欧洲、南美等。2013年，在人民币汇率不断变化，整体市场形势波动情况下，公司成衣业务实现营业收入10.65亿元，同比下降13.06%；实现利润总额837.30万元，同比下降58.18%。2014年一季度，公司成衣业务实现营业收入2.35亿元，利润总额-251.60万元。

纺织印染业务

公司从2012年开始开展纺织印染业务，主要由公司下属子公司福田实业（集团）有限公司（以下简称“福田实业”）负责运营。2012年6月，公司通过增资扩股收购了香港上市公司福田实业，带动公司纺织业务（纺织印染）规模得以快速提升。

2013年公司纺织印染业务收入55.73亿元，占公司营业收入总额的11.91%，较2012年增长4.46个百分点；2014年一季度，公司纺织印染业务收入6.27亿元，占2013年全年的11.25%。受面料销售价格、原材料采购成本波动等因素影响，公司纺织印染业务毛利率波动变化，2012年、2013年及2014年一季度分别为9.77%、11.89%、5.12%。

4. 未来发展

公司战略定位是成为以价值链管理为核心竞争优势，在大宗原料供应及加工领域具有突出竞争力，在纺织服装贸易领域具有增值服务能力国际化企业集团。

“十二五”期间，公司纺织业务将继续发展纺织原料贸易、纱线和布匹制造，以及下游消费品牌业务这三个主要环节；公司粮油业务将继续围绕粮油供应链管理商这一战略定位，从产业链上下游的纵向一体化延伸和多品种经营两个维度继续扩大经营规模和业务范围，增强核心竞争力。面对大宗原料价格的大幅波动，公司加大力度提高仓储和加工能力，调整并优化业务模式，由贸易商逐步转型为供应链管理。下一步，公司将积极利用国家产业政策，努力把握市场机遇，加快两大主业发展，不断

提升行业影响力，争取实现战略重点业务均进入行业前三名的发展目标。

八、募集资金使用情况

“12中纺MTN1”募集资金6亿元，所募集资金全部用于补充营运资金，目前资金已按规定用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2012~2013年审计报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，公司2014年一季度财务报表未经审计。

截至2012年底，公司合并报表子公司145家。2013年底，公司合并范围因处置等原因较2012年底减少5家，新纳入合并范围子公司2家。2014年3月底，公司合并范围较2013年底无变化。总体看，跟踪期内，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较好。

截至2013年底，公司资产总额268.39亿元，所有者权益合计83.11亿元（含少数股东权益18.77亿元）；2013年公司实现营业收入467.82亿元，利润总额7.01亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额269.87亿元，所有者权益合计83.35亿元（含少数股东权益18.77亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入131.54亿元，利润总额1.19亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受益于纺织业务销售收入增长，公司营业收入总额有所增长。2013年，公司实现营业收入467.82亿元，同比增长5.20%；同期公司营业成本为451.99亿元，同比增长5.67%，略高于营业收入增长速度。

跟踪期内，公司加强资金集中管理，利息支出同比减少，公司期间费用有所下降。2013年，公司期间费用合计15.15亿元，同比下降8.40%，占营业收入比重为3.24%。受坏账与存

货跌价损失减少影响，2013 年公司资产减值损失同比下降 12.73%，为 0.92 亿元。2013 年，受公司期货期权公允价值减值影响，公允价值收益同比下降 77.10%，为 0.36 亿元；同期投资收益同比增长 224.13%，为 4.13 亿元，主要为公司权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资（深圳工纺物业管理有限公司，公司持有其 30% 股份）产生的投资收益。2013 年，公司营业利润 3.49 亿元，同比增长 130.27%，主要为投资收益增长所致；同期公司营业外收入 3.75 亿元，主要为非流动资产处置利得和收到的政府补助。

2013 年公司利润总额 7.01 亿元，同比下降 14.03%，其中投资收益占利润总额比重为 58.93%、营业外收入占利润总额比重为 53.55%，扣除非经营性损益，公司主营业务利润亏损。从盈利指标来看，由于市场价格下跌导致公司 2013 年油脂油料业务利润空间下降幅度较大，公司营业利润率同比有所下降；而营业外收入的减少导致公司净利润下降，引起总资本收益率及净资产收益率同比下降。2013 年公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率分别为 3.22%、4.80%、5.99%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 131.54 亿元，为 2013 年全年的 28.12%，较上年同比增长 21.65%；营业成本 129.19 亿元，为 2013 年全年的 28.58%，较上年同比增长 24.56%；公司当期营业利润率下降至 1.68%。公司期间费用营业收入比进一步下降，为 2.52%。公司当期实现利润总额 1.19 亿元，净利润 0.67 亿元，其中投资收益 0.39 亿元、营业外收入 2.05 亿元。

总体看，公司盈利能力受市场环境波动影响较大，风险转嫁能力较弱。投资收益及营业外收入对公司利润影响大，利润总额对非经营性损益依赖程度高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年公司经营活动现金流入 606.65 亿元，同比上升 2.56%，以销售商

品、提供劳务收到的现金为主（占 87.30%）；公司经营活动现金流出 584.16 亿元，同比增长 1.49%，主要为购买商品、接受劳务收到的现金（占 83.20%）。公司经营活动现金流量净额为 22.49 亿元。2013 年公司收到与支付其他与经营活动有关的现金分别为 73.44 亿元、74.59 亿元，分别同比下降 7.92% 和 1.59%，主要为公司为规避价格风险收到与支付的期货保证金。从收入实现质量来看，2013 年公司现金收入比为 113.20%，较 2012 年变化不大，公司收入实现质量较稳定。

从投资活动来看，2013 年公司投资活动现金流入 18.21 亿元，同比下降 25.18%，其中收回投资收到的现金受投资的债券、基金交易额下降影响同比下降 21.69%，为 9.71 亿元；因收到中国世贸投资有限公司等其他公司的分红带动取得投资收益收到的现金同比增长 244.18%，为 1.17 亿元。2013 年公司投资活动现金流出 20.75 亿元，同比下降 9.48%。2013 年，公司申购可转换债券等订金下降，导致公司收到和支付其他与投资活动有关现金下降幅度较大，2013 年分别为 5.71 亿元、4.30 亿元，分别同比下降 48.75%、22.94%。2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为-2.53 亿元。

从筹资活动来看，2013 年公司筹资活动现金流入 227.88 亿元，同比增长 8.87%，主要为取得借款收到的现金增长所致；公司筹资活动现金流出 244.38 亿元，同比增长 10.61%，主要为偿还债务支付的现金增长所致。2013 年公司筹资活动现金流出-16.50 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 172.05 亿元，占 2013 年全年的 28.36%；同期经营活动现金流量净额为-4.17 亿元。公司投资活动现金流主要是基金申购、赎回基金（收回投资收到的现金及投资支付的现金），及支付其他与投资活动有关的现金，投资活动流量净额为-1.97 亿元。公司筹资活动以取得借款和偿还债务为主，产生的现金流量净额为 8.58 亿元。当期，公司实现现金收入比为 112.11%，收

入实现质量较好。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模进一步扩大，收入质量基本保持稳定；投资活动以债券基金等投资活动为主，筹资活动维持较大规模且以银行贷款为主，公司对外筹资压力小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 268.39 亿元，同比下降 1.80%。其中流动资产占比 72.18%，非流动资产占比 27.82%，资产构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司流动资产 193.72 亿元，同比下降 1.40%，以货币资金（占 16.28%）、应收账款（占 12.42%）、预付账款（占 11.25%）、其他应收款（占 11.77%）和存货（占 44.34%）为主。截至 2013 年底，公司货币资金 31.54 亿元，同比增长 11.56%；应收票据为 3.16 亿元，同比下降 31.01%，为年末棉花公司应收票据到期收款所致；随着公司收入规模的扩大，以应收货款为主的应收账款同比增长 37.63%，为 24.06 亿元；受 2013 年末采购量下降，同时北粮南运玉米业务即采即发影响，公司预付账款同比下降 38.12%，为 21.79 亿元；截至 2013 年底公司其他流动资产 4.37 亿元，主要为理财产品。

截至 2013 年底，公司非流动资产 74.67 亿元，同比下降 2.82%，以可供出售金融资产（占 10.25%）、长期股权投资（占 10.19%）、固定资产（占 51.61%）和无形资产（占 11.13%）为主。截至 2013 年底，公司可供出售金融资产 7.65 亿元，受出售部分基金等影响同比下降 30.35%；长期股权投资 7.61 亿元，同比增长 19.45%，为对联营企业投资增加所致；固定资产 38.54 亿元，同比下降 6.23%；其他非流动资产 2.19 亿元，主要为公司散粮车租车费。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 269.87 亿元，较 2013 年底变化不大；其中流动资产占

比 71.27%，非流动资产占比 28.73%，较 2013 年底变化不大。流动资产方面，因销售到期回款较好，应收账款较 2013 年底下降 19.83%；受采购量增加影响，预付账款较 2013 年增长 33.10%，为 29.00 亿元。非流动资产方面，因增加粮油公司 4 亿元短期理财产品，公司可供出售金融资产较 2013 年底增长 48.79%，为 11.38 亿元。

总体看，跟踪期内公司资产构成变化不大，仍以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中应收账款、预付账款和存货占比较高，一定程度上影响了公司流动资产的变现能力，整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 83.11 亿元，同比增长 3.75%。其中实收资本占 4.89%、资本公积占 2.30%、盈余公积占 64.56%、未分配利润占 9.69%、少数股东权益占 22.58%。资本公积因可供出售金融资产公允价值变动同比下降 15.54%，为 1.91 亿元；因提取盈余公积增加引起未分配利润下降 18.96%，为 8.05 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 83.35 亿元，较 2013 年底变化不大。其中资本公积因计入金融资产公允价值变动损失，较 2013 年底下降 22.17%，为 1.49 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益变化不大。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 185.28 亿元，同比下降 4.10%，债务结构较 2012 年底变化不大，仍以流动负债为主（占 77.65%）。

截至 2013 年底，公司流动负债 143.88 亿元，同比下降 5.43%。其中短期借款 42.20 亿元，同比下降 9.49%；因公司改变付款方式，增加开具信用证，引起应付票据同比增长 112.65%，为 9.43 亿元，在此基础上公司 2013 年底采购量减少，引起应付账款同比下降 6.55%，为 30.58 亿元；其他应付款主要为与其他公司的往来款、风险保证金，截至 2013 年底为 10.86 亿元，其

中账龄在 1 年以内的占 63.00%，1-2 年的占 13.58%，2-3 年的占 5.20%，3 年以上的占 18.23%；一年内到期的流动负债 5.31 亿元，分别为 1 年内到期的长期借款 0.31 亿元和公司于 2011 年发行的 5 亿元 3 年期中期票据“11 中纺 MTN1”；其他流动负债 11.47 亿元，主要为公司 2013 年发行的 10 亿元短期融资券“13 中纺 CP001”。

截至 2013 年底，公司非流动负债 41.41 亿元，同比下降 0.81%。其中长期借款同比增长 19.19%，为 32.69 亿元；应付债券 6.00 亿元，为公司 2012 年发行的 6.00 亿元 3 年期中期票据“12 中纺 MTN1”。

从债务指标来看，跟踪期内公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，2013 年分别为 69.03%、56.31%、31.77%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 186.52 亿元，较上年同比增长 0.67%，主要为短期借款大幅增长所致。公司流动负债占比较 2013 年底有所上升，为 79.95%。同期资产负债率和全部债务资本化比率有所上升，分别为 69.12%、57.81%，长期债务资本化比率有所下降，为 29.31%。

总体看，公司负债以流动负债为主，符合行业特征；跟踪期内，公司债务规模有所下降，但整体负债水平仍较高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2013 年底，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比分别为 134.65%、74.95%和 15.63%，均较 2012 年底有所上升；截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 128.98%、71.60%。总体看，跟踪期内公司偿债能力有所增强，但公司流动资产中存货、应收账款及预付款项占比较大，一定程度上影响了流动资产变现能力，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2013 年，公司

EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.86 倍、6.72 倍，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，公司共获银行授信额度 382.97 亿元，其中未使用授信额度 301.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011010101158500J），截至 2014 年 7 月 1 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司贸易主业易受贸易品种价格波动影响，但考虑到公司作为中央直属企业、中国最大的棉花贸易商、领先的大豆贸易加工商羊毛贸易商，在经营规模、从业经验等方面具有显著优势。总体看，公司抗风险能力很强。

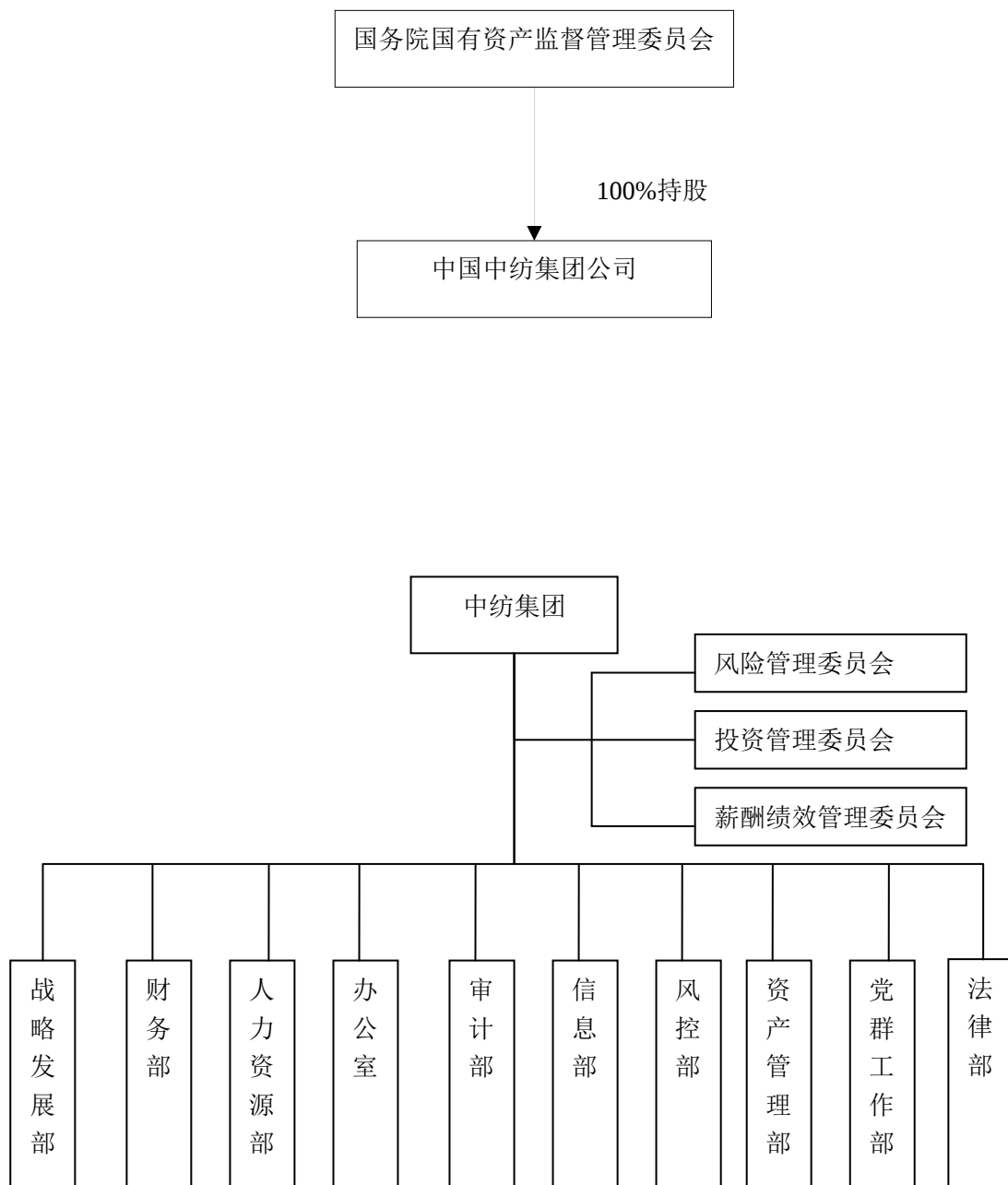
十、存续期债券偿债能力

公司于 2012 年 7 月发行了 6 亿元的中期票据“12 中纺 MTN1”。2013 年，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 分别为 606.65 亿元、15.93 亿元，对“12 中纺 MTN1”覆盖倍数分别为 101.11 倍、2.66 倍，覆盖程度好，对“12 中纺 MTN1”保障程度高。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 中纺 MTN1” AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.44	32.97	34.82	37.16
资产总额(亿元)	186.12	273.32	268.39	269.87
所有者权益(亿元)	54.48	80.11	83.11	83.35
短期债务(亿元)	51.44	76.02	68.41	79.64
长期债务(亿元)	37.68	38.43	38.69	34.57
全部债务(亿元)	89.12	114.45	107.10	114.21
营业收入(亿元)	348.35	444.68	467.82	131.54
利润总额(亿元)	5.35	8.16	7.01	1.19
EBITDA(亿元)	12.53	16.89	15.93	--
经营性净现金流(亿元)	9.72	15.92	22.49	-4.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.84	24.65	18.99	--
存货周转次数(次)	5.52	5.85	5.26	--
总资产周转次数(次)	1.87	1.94	1.73	--
现金收入比(%)	105.97	114.61	113.20	112.11
营业利润率(%)	4.20	3.66	3.22	1.68
总资本收益率(%)	5.86	5.87	4.80	--
净资产收益率(%)	7.03	8.28	5.99	--
长期债务资本化比率(%)	40.89	32.42	31.77	29.31
全部债务资本化比率(%)	62.06	58.82	56.31	57.81
资产负债率(%)	70.73	70.69	69.03	69.12
流动比率(%)	139.40	129.15	134.65	128.98
速动比率(%)	74.57	72.67	74.95	71.60
经营现金流流动负债比(%)	10.44	10.46	15.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.83	3.56	3.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.11	6.77	6.72	--

注：1. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

注：2. 2012-2013 年短期债务包括其他流动负债。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。